

## Q2 增速回落, 期待提价后业绩加速

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年上半年实现营业收入18.7亿元, 同比增长17.1%; 实现归母净利润1.72亿元, 同比增长15.8%, 扣非归母净利润1.22亿元, 同比+19.65%。其中, Q2实现营业收入8.5亿元, 同比增长5.9%; 实现归母净利润8818万元, 同比增长23.4%。
- **Q2 淡季收入增速放缓, 每日坚果和葵花子销售回落。** Q1收入增速28.4%, 有春节错峰因素影响, Q2增速5.9%, 淡季增速有所回落。1、分品类看, 葵花子收入12亿(占比64%), 同比+8.7%, 在Q4止滑后重拾增长态势; 预计红袋系列增速为10%左右, 原味系列略有下滑, 蓝袋新品预计增速在20%以上, 销售规模在2亿-2.5亿; 坚果类(占比10.7%)实现收入2亿元, 同比+143%, 预计每日坚果贡献1.8亿以上, Q1春节礼盒旺销每月出货量在5000万左右(销售口径), Q2淡季每月出货量环比下降。其他品类(占比25.4%)实现收入4.8亿元, 同比+25.4%, 新品(如山药脆片、坚果先生、康吃一口等)亦贡献增量。2、分区域和渠道看, 南方区和东方区由于每日坚果铺货较多增长较为明显, 同比+15.2%、+39.5%, 北方区增速较慢仅为6.5%。电商实现收入1.3亿元, 同比+95.7%, 主要原因是电商部分调整到位以及每日坚果等新品在线上的热销, 预计全年收入有望翻倍。海外市场实现收入1.07亿元, 同比+5.7%, 连续高增长后增速放缓。
- **毛利率环比提升, 费用率有所下降。** 1、H1毛利率29.55%, 同比下降0.9pp, 主要是低毛利的每日坚果放量导致, Q2环比Q1提升1.3pp, 预计每日坚果在生产效率改善+提价下毛利率有较大幅度提升。同时葵花子毛利率提升1.1pp至34.9%, 系高端系列占比提升。公司在7月份对香瓜子等传统产品提价6%-14.5%, 预计下半年毛利率水平将进一步提升。2、销售费用率13%, 同比下降0.8pp, 管理费用率6.0%, 与上期持平, 销售费用相比较同期贷款利息收入增加以及汇兑损失减少, 同比减少549万元。三费率达19%, 同比下降1pp。
- **第三期员工持股计划建立长效激励机制, 提升团队稳定性和积极性。** 公司拟于2018年至2022年的五年内, 每年设立一批员工持股计划, 共计五批。计划主要针对公司高级管理人员及核心骨干, 旨在深化公司的激励体系, 充分调动员工的积极性和创造性, 吸引和保留优秀管理人才和业务骨干, 提高公司员工的凝聚力和竞争力。
- **盈利预测与评级。** 预计公司2018-2020年收入复合增速为17.8%, 归母净利润复合增速为20%, EPS分别为0.76、0.92、1.09元, 对应动态PE为21、17、14倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 销售或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3602.74	4330.26	5109.33	5881.61
增长率	2.55%	20.19%	17.99%	15.12%
归属母公司净利润(百万元)	319.22	384.35	466.58	553.41
增长率	-9.75%	20.40%	21.39%	18.61%
每股收益EPS(元)	0.63	0.76	0.92	1.09
净资产收益率ROE	10.27%	11.60%	13.14%	14.46%
PE	25	21	17	14
PB	2.54	2.38	2.22	2.06

数据来源: Wind, 西南证券

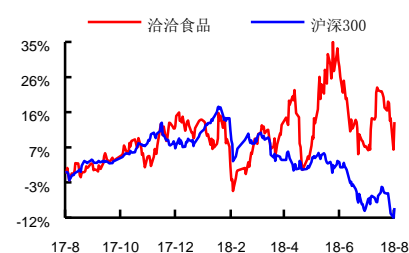
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌  
执业证号: S1250517080001  
电话: 021-58351839  
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲  
电话: 0755-23614240  
邮箱: zijfei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.07
流通A股(亿股)	5.07
52周内股价区间(元)	13.4-18.69
总市值(亿元)	79.60
总资产(亿元)	44.35
每股净资产(元)	6.03

### 相关研究

1. 洽洽食品(002557): 主力产品提价, 增厚下半年业绩 (2018-07-18)
2. 洽洽食品(002557): Q1收入如期高速增长, 利润同步改善尚需耐心 (2018-04-24)
3. 洽洽食品(002557): 业绩见底拐点确立, 18年轻装前行 (2018-04-22)
4. 洽洽食品(002557): 业绩反转元年, “国民零食巨头”重新起航 (2018-03-16)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3602.74	4330.26	5109.33	5881.61	净利润	321.69	387.32	470.18	557.68
营业成本	2525.91	2968.58	3486.42	4015.85	折旧与摊销	117.52	118.05	126.32	131.01
营业税金及附加	42.63	43.30	51.09	58.82	财务费用	9.87	12.99	-5.11	-5.88
销售费用	488.87	627.89	740.85	823.43	资产减值损失	5.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	209.92	255.49	301.45	341.13	经营营运资本变动	-297.68	-341.22	-421.37	-407.85
财务费用	9.87	12.99	-5.11	-5.88	其他	136.00	-40.00	-40.00	-40.00
资产减值损失	5.52	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>292.92</b>	<b>137.14</b>	<b>130.03</b>	<b>234.96</b>
投资收益	39.86	40.00	40.00	40.00	资本支出	-122.84	-90.00	-58.00	-62.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-240.74	40.00	40.00	40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-363.59</b>	<b>-50.00</b>	<b>-18.00</b>	<b>-22.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>366.66</b>	<b>462.01</b>	<b>574.62</b>	<b>688.26</b>	短期借款	343.90	-125.57	113.47	61.11
其他非经营损益	50.48	41.00	36.00	36.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>417.15</b>	<b>503.01</b>	<b>610.62</b>	<b>724.26</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	95.46	115.69	140.44	166.58	支付股利	-202.80	-178.76	-230.61	-279.95
净利润	321.69	387.32	470.18	557.68	其他	-44.37	-17.16	5.11	5.88
少数股东损益	2.46	2.97	3.60	4.27	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>96.73</b>	<b>-321.49</b>	<b>-112.03</b>	<b>-212.96</b>
归属母公司股东净利润	319.22	384.35	466.58	553.41	<b>现金流量净额</b>	<b>14.64</b>	<b>-234.36</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	234.36	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	292.85	279.47	346.04	399.56	销售收入增长率	2.55%	20.19%	17.99%	15.12%
存货	1068.71	1187.43	1394.57	1606.34	营业利润增长率	-15.22%	26.00%	24.38%	19.78%
其他流动资产	1352.82	1732.10	2043.73	2352.64	净利润增长率	-10.40%	20.40%	21.39%	18.61%
长期股权投资	177.92	177.92	177.92	177.92	EBITDA 增长率	-7.61%	20.04%	17.33%	16.89%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1153.54	1133.55	1075.66	1013.65	毛利率	29.89%	31.45%	31.76%	31.72%
无形资产和开发支出	283.51	276.68	267.46	261.68	三费率	19.67%	20.70%	20.30%	19.70%
其他非流动资产	110.16	108.94	107.72	106.51	净利率	8.93%	8.94%	9.20%	9.48%
<b>资产总计</b>	<b>4673.88</b>	<b>4896.10</b>	<b>5413.11</b>	<b>5918.30</b>	ROE	10.27%	11.60%	13.14%	14.46%
短期借款	703.90	578.33	691.80	752.91	ROA	6.88%	7.91%	8.69%	9.42%
应付和预收款项	623.96	738.39	868.45	1000.14	ROIC	9.17%	10.49%	11.48%	12.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.71%	13.70%	13.62%	13.83%
其他负债	214.33	239.82	273.73	308.39	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1542.19</b>	<b>1556.54</b>	<b>1833.97</b>	<b>2061.43</b>	总资产周转率	0.81	0.90	0.99	1.04
股本	507.00	507.00	507.00	507.00	固定资产周转率	3.47	4.11	4.76	5.72
资本公积	1582.30	1582.30	1582.30	1582.30	应收账款周转率	21.21	23.17	25.07	24.20
留存收益	973.00	1178.59	1414.56	1688.02	存货周转率	2.34	2.63	2.70	2.68
归属母公司股东权益	3062.98	3267.89	3503.86	3777.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.32%	—	—	—
少数股东权益	68.70	71.67	75.27	79.55	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3131.69</b>	<b>3339.56</b>	<b>3579.13</b>	<b>3856.87</b>	资产负债率	33.00%	31.79%	33.88%	34.83%
负债和股东权益合计	4673.88	4896.10	5413.11	5918.30	带息债务/总负债	45.64%	37.15%	37.72%	36.52%
					流动比率	1.97	2.12	2.12	2.16
					速动比率	1.26	1.33	1.34	1.37
					股利支付率	63.53%	46.51%	49.43%	50.59%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.63	0.76	0.92	1.09
					每股净资产	6.18	6.59	7.06	7.61
					每股经营现金	0.58	0.27	0.26	0.46
					每股股利	0.40	0.35	0.45	0.55
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	494.06	593.05	695.84	813.39					
PE	24.94	20.71	17.06	14.38					
PB	2.54	2.38	2.22	2.06					
PS	2.21	1.84	1.56	1.35					
EV/EBITDA	16.87	14.23	12.29	10.59					
股息率	2.55%	2.25%	2.90%	3.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn